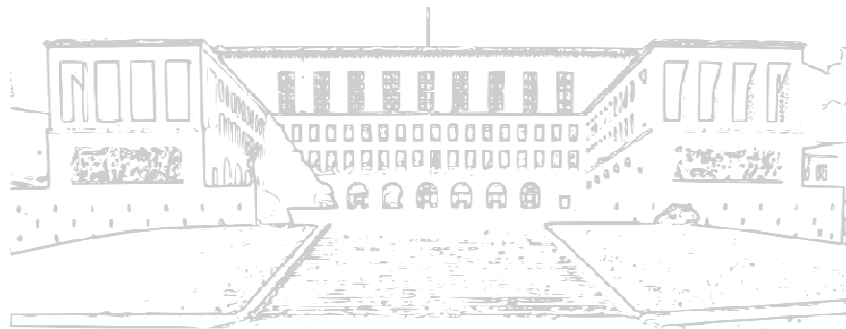


## ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI

### MERCATI MONETARI

A.A. 2015/2016  
Prof. Alberto Dreassi – [adreassi@units.it](mailto:adreassi@units.it)



### ARGOMENTI

- Natura e funzioni dei mercati monetari
- Principali intermediari attivi
- Principali strumenti finanziari negoziati

## NATURA E FUNZIONI

### Scopi:

- Offrire strumenti rapidi e a costi contenuti di raccolta di risorse finanziarie nel breve/brevissimo termine
- Consentire ritorni adeguati e con rischi contenuti per disponibilità di fondi a breve/brevissimo termine, al di sopra del costo-opportunità

### Come?

- Negoziazione di strumenti quasi-monetari (non moneta!), spesso OTC
  - Molto liquidi (mercati secondari molto attivi)
  - Breve termine (meno di 1a, spesso meno di 3m)
- Tagli elevati: nominalmente, spesso eccedono i milioni di €/€ (mercato all'ingrosso)
- Bassi rischi di default: principali operatori sono banche centrali e investitori istituzionali, con presenza di strumenti di garanzia/protezione

## NATURA E FUNZIONI

### Perché sono importanti?

- I mercati non sono perfettamente efficienti
- I mercati sono limitati dalla regolamentazione (ad esempio, riserve)
- Le banche non sono in grado di coprire necessità di raccolta o impiego a brevissimo termine:
  - Per la presenza dei requisiti di riserva che riducono i rischi di corsa agli sportelli dovuti a carenze di liquidità
  - Per la ridotta competitività del settore finanziario a fronte delle barriere regolamentari, con costi per gli operatori economici in cambio di maggiore stabilità finanziaria
  - Presenza in alcuni mercati di tetti massimi ai tassi di interesse sui depositi
  - Minori restrizioni presenti sui mercati monetari

## INTERMEDIARI

- Deficit o eccessi sono presenti con tempistiche diverse per i medesimi operatori: intervento come prestatori e prenditori a prescindere dal tipo di intermediario
- Principali operatori:
  - Tesoro: l'unico strutturalmente prenditore
  - Banche centrali: strumento di controllo della moneta, principalmente con operazioni che coinvolgono titoli di Stato, finalizzate ad influenzare i tassi
  - Banche: attive sia su titoli di Stato, sia su certificati di deposito (CD), accettazioni, mercato interbancario dei depositi, P/T e per conto della clientela
  - Imprese non finanziarie di maggiori dimensioni
  - Altri operatori del mercato mobiliare e del credito:
    - Società di brokeraggio monetario: *market maker* e *dealer*
    - Imprese finanziarie: raccolta mediante *commercial paper* (CP)
    - Assicurazioni e fondi pensione: in particolare, settore danni
    - Fondi comuni del mercato monetario: offrono l'accesso per il segmento *retail*

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

5

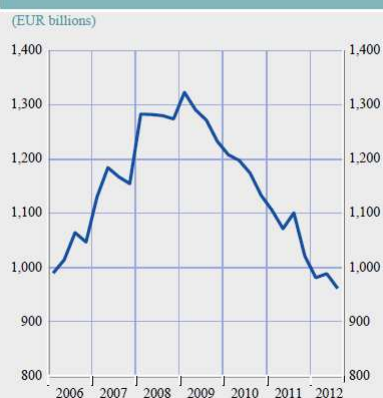
## INTERMEDIARI

Alcuni dati, dal sito della BCE, sull'Europa

Chart 47 Outstanding amounts of euro-denominated short-term securities by issuing sector since January 2002



Chart B euro area money market funds' total assets



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

6

## INTERMEDIARI

### Titoli di Stato a breve termine (T-bills):

- Raccolta a fronte di esigenze di liquidità a breve, ad es. per differenziali fra flussi tributari e salari ai dipendenti pubblici

- Tipicamente senza cedola (ZC) :

$$d_{360} = \frac{VN - P}{VN} \cdot \frac{360}{gg}, d_{365} = \frac{VN - P}{NVN} \cdot \frac{365}{gg} \quad \text{con rendimento: } i = \frac{VN - P}{P} \cdot \frac{365}{gg} > d$$

- Assunzione di assenza di rischio di default (in presenza di sovranità monetaria), più corretta una sua limitata entità
- Basso rischio inflazione a fronte di una durata limitata
- Basso rischio di liquidità a fronte di un mercato molto profondo (svariati ordini di acquisto e vendita) e con limitati costi di transazione
- Collocamento mediante aste (competitive e non)
- Dematerializzazione e innovazioni tecnologiche
- Bassi tassi di interesse, raramente tassi reali negativi

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

7

## ASTE

### Aste competitive:

- Annuncio di scadenza, ammontare e caratteristiche
- Ordini degli operatori sulla base di P e Q, ordinati per prezzo (decrescente) o rendimento atteso (crescente)
- Accettazione delle offerte migliori fino a capienza dell'emissione
- Ogni offerta è prezzata in base all'ultimo ordine accettato

### Aste non competitive:

- Gli acquirenti annunciano solo l'ammontare
- Le offerte sono accettate integralmente e prezzate sulla base di un'asta competitiva associata: certezza dell'accettazione

Regole di funzionamento sono presenti per evitare abusi di mercato

Sofisticazioni diverse (nella procedura) sono presenti (ad es. in Italia)

ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

8

## ASTE

### Aste dei titoli di Stato a breve (BOT)

- Max 3 offerte da ogni operatore, ciascuna per importi maggiori di 1.5 milioni €
- Limiti:
  - Massimo prezzo accettabile: esclude rendimenti troppo bassi per gli investitori
  - Prezzo di esclusione: esclude costi troppo elevati per l'emittente
- Consideriamo 3 operatori (1,2,3), ciascuno con 3 offerte, per un'emissione di BOT a 1° da 200 milioni €:

Op.	Q	P	Op.	Q	P	r	Q_cum	
1	40	98,48	3	40	98,52	1,50%	40	
1	40	98,43	1	40	98,48	1,54%	80	
1	30	98,2	3	30	98,46	1,56%	110	
2	20	98,45	2	20	98,45	1,57%	130	
2	50	98,44	2	50	98,44	1,58%	180	
2	10	98,42	1	40	98,43	1,60%	220	
3	40	98,52	2	10	98,42	1,61%	230	
3	30	98,46	3	40	98,4	1,63%	270	
3	40	98,4	1	30	98,2	1,83%	300	
		300						

- Calcolo del PMA: prezzo medio ponderato della seconda metà dell'offerta (o della domanda, se  $D < O$ ), -0,25%

$$AVP = \frac{(10 \cdot 98,46 + 20 \cdot 98,45 + 50 \cdot 98,44 + 20 \cdot 98,43)}{100} = 98,442$$

$$r_{PMA} = \frac{100}{98,442} - 1 - 0,25\% = 1,3327\%$$

$$PMA = \frac{100}{1 + 1,3327\%} = 98,685$$

## ASTE

- Se  $P > PMA$ , l'offerta è esclusa dal calcolo del prezzo di esclusione e dal prezzo medio ma viene soddisfatta al prezzo minimo fra il PMA e il massimo prezzo accettato meno 10 bps
- Calcolo del prezzo di esclusione: prezzo medio ponderato della 1^ metà dell'offerta o della domanda, +1%

$$AVP = \frac{(40 \cdot 98,52 + 40 \cdot 98,48 + 20 \cdot 98,46)}{100} = 98,492$$

$$r_{PMA} = \frac{100}{98,492} - 1 + 1\% = 2,53\%$$

$$PMA = \frac{100}{1 + 2,53\%} = 97,531$$

- Se  $P < EP$ , l'offerta è esclusa dal calcolo del prezzo medio
- Calcolo del prezzo medio di offerta: prezzo medio ponderato delle offerte rimanenti fino a capienza dell'emissione

$$AVP = \frac{(40 \cdot 98,52 + 40 \cdot 98,48 + 30 \cdot 98,46 + 20 \cdot 98,45 + 50 \cdot 98,44 + 20 \cdot 98,43)}{100} = 98,467$$

$$r = \frac{100}{98,467} - 1 = 1,5569\%$$

## PRODOTTI E TITOLI

### Mercato interbancario dei depositi (es. e-MID):

- A brevissimo termine (1gg, tipicamente) e fra banche
- Ampi volumi: solo il mercato europeo ON conta 20 mld € giornalieri
- Privi di garanzie
- Consente di rispettare in modo flessibile i requisiti di riserva presso la BC
- Consente di impiegare temporaneamente eccessi di liquidità o deficit a costi/ricavi competitivi
- Scadenze tipiche: ON (t, t+1), TN (t+1, t+2), SN (t+2, t+3), a vista (t, n) e *broken date* (k, n)
- I tassi di questo mercato (es. EONIA) sono estremamente rilevanti e influenzano gli altri tassi
- Le BC influenzano l'andamento dei tassi operando sulle riserve o con operazioni di mercato aperto

## PRODOTTI E TITOLI

### P/T:

- Simile a quanto utilizzato nell'interbancario, ma con partecipanti anche non bancari
- Breve termine, ma maggiore del mercato interbancario
- Il prestito è garantito dal riferimento a titoli negoziati su mercati molto liquidi (tipicamente di Stato)
- Il prestatore acquista a pronti i titoli dal prenditore e si impegna alla rivendita a termine a prezzo prestabilito
- Consente la gestione efficiente della liquidità oppure obiettivi di rendimento da variazione dei tassi
- BC attive anche in questo mercato per il controllo della liquidità del sistema
- Basso rischio di default ma non trascurabile

## PRODOTTI E TITOLI

### CD:

- Titoli emessi da banche attestanti l'avvenuto deposito di una somma, con scadenza e tasso di remunerazione (fisso o variabile)
- Sono strumenti a scadenza, non a vista
- Possono essere al portatore per favorirne la negoziabilità
- I tassi seguono quelli del mercato dei titoli di Stato, più un premio
- Scadenze tipiche fra 1 e 4m, concentrati sulle più brevi
- Denominazioni spesso superiori a 1 milione €/€/\$

## PRODOTTI E SERVIZI

### Commercial paper:

- Promesse di pagamento non garantite emesse da alcune imprese
- Scadenza entro 270 giorni, tipicamente molto più breve (20/45 gg)
- Solo le imprese più grandi e più sicure ottengono emissioni sufficientemente liquide
- Solitamente senza cedola
- Frequentemente collocati direttamente presso il prestatore, ovvero tramite *dealer*
- Mercati secondari limitatamente liquidi e profondi
- I *dealer* possono offrire il servizio di riacquisto (tipicamente costoso)
- Possono essere garantiti indirettamente da una linea di credito bancaria
- Varietà di mercati. Ad es. ABCP: garanzia offerta dal collegamento ad un'attività specifica (mutui), la cui qualità dipende strettamente dal portafoglio (come visto nel caso *subprime*)

## PRODOTTI E SERVIZI

### Accettazioni bancarie:

- Ordine di pagamento di uno specifico ammontare al portatore dello strumento a determinata scadenza
- Frequenti nel commercio internazionale, con ordini distanti temporalmente dalla ricezione e dal pagamento
- Consente di ridurre i costi di asimmetria informativa fra venditore e compratore
- Controllo documentale e assistenza da parte di un intermediario bancario, eventualmente con concessione della linea di credito: DvP
- Consente di ridurre i rischi di cambio, se la denominazione avviene in moneta domestica

## PRODOTTI E TITOLI

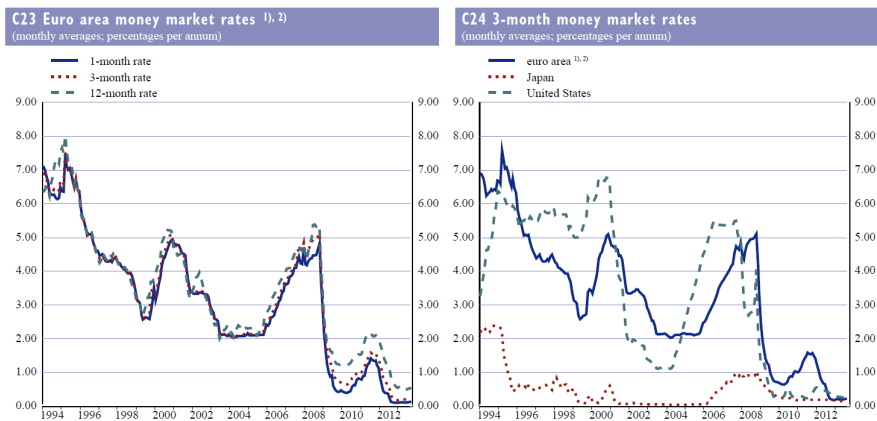
### Eurodollari:

- Depositi in dollari fuori dagli USA
- Rendimenti superiori a quelli domestici per i minori vincoli regolamentari
- Ruolo primario del mercato londinese, in grado di offrire un'alternativa al mercato interbancario domestico USA e di sviluppare tassi di interesse specifici e largamente utilizzati come il LIBOR (London Interbank Offer Rate) e il LIBID (London Interbank Bid Rate)
- Mercato ampio e molto competitivo (spread < 0,125%)
- Scadenze e altre caratteristiche ricalcano il mercato interbancario
- Possibilità di CD in Eurodollari e altre Eurovalute (ma tali mercati sono meno sviluppati)



## ESEMPI

1. Si considerino i seguenti dati BCE sui tassi del mercato interbancario. Commenti?



ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

17

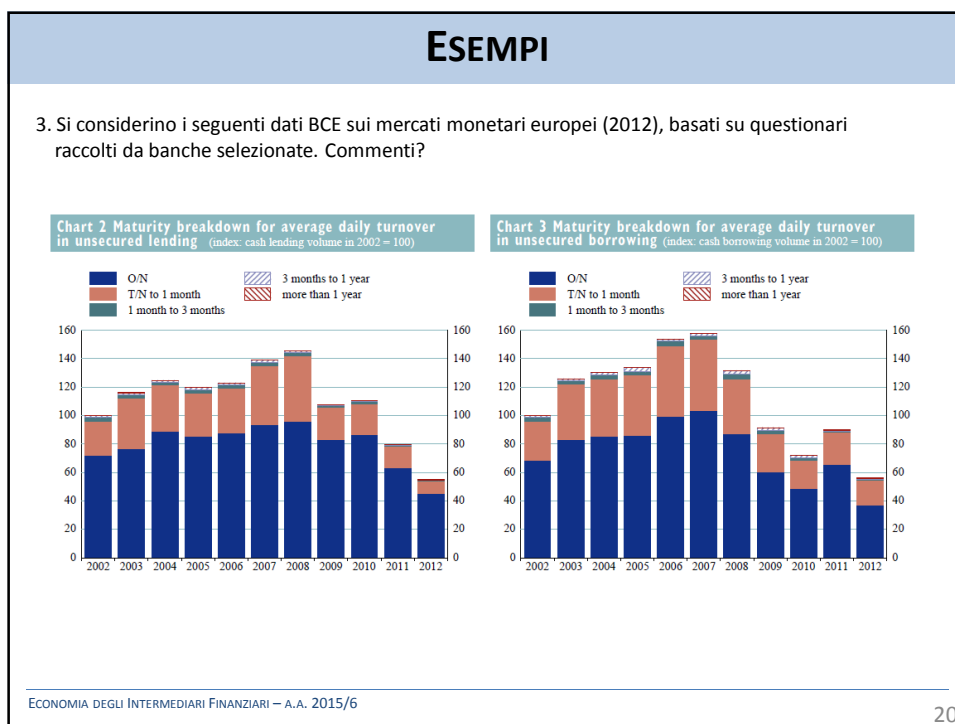
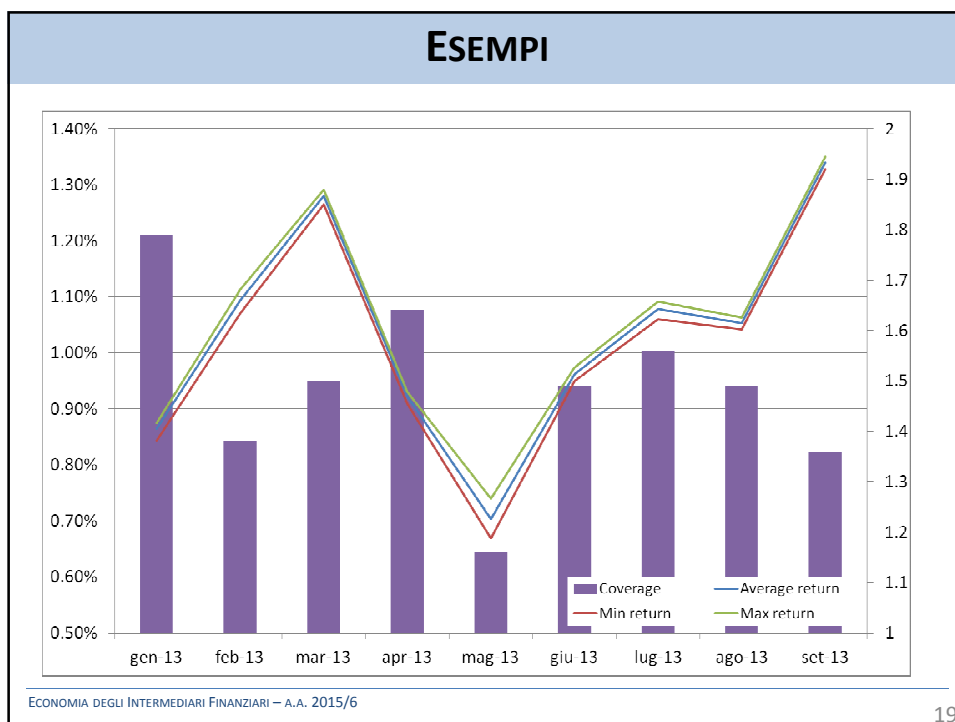
## ESEMPI

2. I seguenti dati presentano i risultati di recenti aste di titoli di Stato italiani a 1 anno. Commenti?

	01/13	02/13	03/13	04/13	05/13	06/13	07/13	08/13	09/13
Offerta (mln €)	8,500	8,500	7,750	8,000	7,000	7,000	7,000	7,500	8,500
Rendimento medio	0.864%	1.094%	1.280%	0.922%	0.703%	0.962%	1.078%	1.053%	1.340%
Rendimento min.	0.843%	1.070%	1.265%	0.909%	0.669%	0.949%	1.060%	1.042%	1.328%
Rendimento max.	0.874%	1.113%	1.291%	0.930%	0.740%	0.974%	1.091%	1.063%	1.350%
Copertura	1.79	1.38	1.50	1.64	1.16	1.49	1.56	1.49	1.36
Rendimento di esclusione	1.859%	2.087%	2.274%	1.917%	1.693%	1.957%	2.071%	2.049%	2.335%

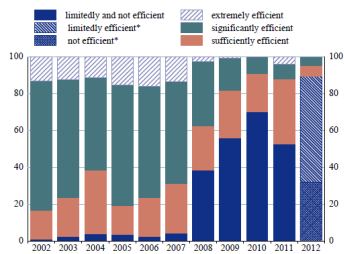
ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI – A.A. 2015/6

18

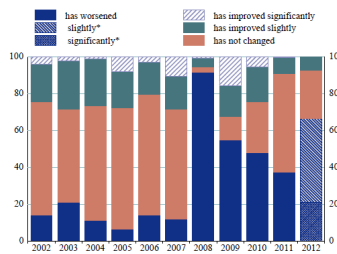


## ESEMPI

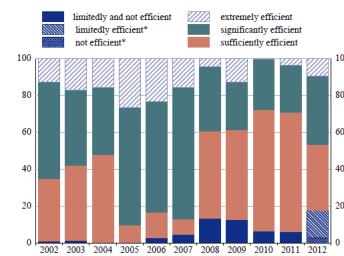
**Chart 8** Is the unsecured segment in your opinion efficient?  
(percentages of total)



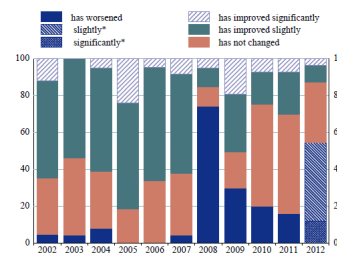
**Chart 9** Has the market liquidity in the unsecured market changed with respect to last year?  
(percentages of total)



**Chart 22** Is the secured segment in your opinion efficient?  
(percentages of total)



**Chart 23** Has the market liquidity in the secured market changed with respect to last year?  
(percentages of total)



Sempre BCE e questionari bancari.

Confronto nella percezione dell'efficienza nei mercati con o senza garanzie